

doi:10.16060/j.cnki.issn2095-8072.2025.01.001

ESG 责任履行能够提高企业被外资并购的可能性吗？ ——基于上市公司的经验数据^{*}

冯亚芳¹ 睦 强²

(1. 江苏行政学院, 南京 210000; 2. 江苏省社会科学院, 南京 210000)

摘 要: 本文考察了我国企业的 ESG 评级对其被跨国公司并购的影响及作用机制, 并利用 2009~2021 年 A 股上市公司数据进行检验。研究发现, 企业履行 ESG 的优势能够显著提升企业被外资并购的可能性, 且国有企业相比非国有企业、东部地区相比中西部地区的提升作用更加明显; 非重污染企业、高环境规制强度地区企业的 ESG 优势能够显著提升企业被外资并购的可能性, 而重污染企业、低环境规制强度地区企业的提升作用则不显著。机制分析表明, 企业践行 ESG 能够提升企业的社会声誉和治理能力、降低运营成本, 由此带来企业价值的提升; 也能够促进技术创新、降低融资约束并增加研发投入, 由此带来企业生产率水平的提高, 通过提升企业价值和生产率进而增加企业被外资并购的可能性。本文揭示了东道国企业践行 ESG 在外资引进中发挥的重要作用, 也对我国向全球传递和践行可持续发展理念具有重要启示。

关键词: 外资并购; ESG; 责任履行; 生产率; 企业价值

中图分类号: F276.7

文献标识码: A

文章编号: 2095—8072(2025)01—0005—13

一、引言

改革开放以来, 引进和利用外资对中国式现代化建设发挥了重要作用, 显著推动了我国工业化的快速实现和经济的持续稳定增长(刘建丽, 2019)。在新形势下, 虽然我国已成为资本净输出国, 与世界先进技术水平间的差距也在不断拉近, 但外资仍然对我国的经济发展起着重要作用。首先, 引进外资有助于缓解我国产业链外移的压力(曾宪奎, 2023), 这对于当前我国的经济增长、就业稳定和产业升级等均有重要作用; 其次, 在发达国家仍然是外资主要输出地的背景下, 引进外资依然能够为我国带来先进技术和管理经验的溢出效应、商业模式创新示范效应等, 同时能够提升市场的竞争和创新活力(诸竹君等, 2020; 宋赛虎和李娜, 2024)。我国也明确了更大力度吸引和利用外资的对外开放态度, 习近平总书记在2022年12月的中央经济工作会议上强调, “我们要推进高水平对外开放, 依托我国超大市场规模优势, 以国内大循环吸引全球资源要素, 既要把优质存量外资留下来, 还要把更多高质量外资吸引

^{*} 基金项目: 本文受国家社会科学基金青年项目“生产能力溢出对长三角城市制造业结构演进的影响研究”(项目编号: 24CJY072)的资助。

过来,提升贸易投资合作质量和水平”。但在当前国际环境变动与国内结构调整因素并存、长期趋势影响与短期突发冲击交织的复杂背景下,我国引进外资面临着较大压力。一方面从经济因素来看,全球经济疲软导致了跨国投资整体乏力,而我国转型期增速放缓使得投资回报率有所回落,同时吸引外资的传统成本优势逐渐丧失,并面临着来自新兴发展中国家的竞争压力;另一方面政治因素的影响也越来越深刻,以美国为代表的西方国家以“去风险化”为名推动“去中国化”,造成全球产业链的收缩与外资的撤离。因此,近年来我国外资规模虽然处于历史高位,但存量外资的撤离和外资总量的下降趋势也不容忽视。根据商务部数据,2023年我国实际使用外资金额11339.1亿元人民币,同比下降8.0%;2024年1~10月实际使用外资金额6932.1亿元人民币,同比下降29.8%。在此背景下,如何提高吸引外资力度仍是一个较为紧迫的现实命题。

随着可持续发展理念越来越深入人心,ESG (Environmental, Social, Governance) 在政府和企业层面受到的重视程度持续加强,并深刻影响了跨国公司的对外投资决策选择。弗里德曼认为企业最大的责任就是追求利润最大化,除此之外并不需要承担其他的社会责任 (Friedman, 1970),这一观点得到了许多学者的支持 (Bénabou & Tirole, 2010)。以此为基础,跨国公司的一切经营活动,包括进行对外投资均只对股东的利益负责,加之在初期引进外资时,发展中国家作为东道国往往为了经济发展目标会做出一些牺牲,降低对跨国公司在东道国需要承担的社会责任的要求 (顾金龙和赵映平, 2006),因此在早期进行对外投资决策时,跨国公司遵循的是以经济效益为中心的“股东利益至上”原则,较少考虑对东道国社会责任的承担。但是,这种“唯利是图”的指导原则很容易导致成本外部化风险,滋生出许多社会问题 (Fairfax, 2022)。伴随着贫富差距、传染性疾病以及环境恶化等社会问题的不断加剧,而国家层面的治理活动又难以达到预期效果,在政府和学界逐渐引发了关于企业社会责任的反思 (Hart & Zingales, 2017),认为企业可以并且应当通过践行ESG理念来帮助解决上述社会问题 (Schanzenbach & Sitkoff, 2020)。跨国公司的对外投资决策逻辑也受到影响并发生了深刻的变化。一方面,跨国公司对外投资过程中在东道国引发的社会责任危机越来越频繁,而且跨国公司为了规避母国在环保、市场监管、员工与消费者权益保护等方面较为严苛的制度约束,转而向制度相对不完善的发展中国家进行转移也是其进行对外投资的一大诱因 (吴伦比, 2023),而这种制度层面上的“趋利避害”恰恰容易导致在东道国产生社会问题。并且,随着发展中国家作为东道国越来越重视可持续发展问题,跨国公司受到的规制力度和舆论谴责强度也在持续加强 (苏丽芳, 2023)。因此,为规避此类非财务风险,跨国公司需要向东道国传递积极履行社会责任的信号,而ESG所传递的社会利益包容性能够帮助跨国公司树立负责任的投资者的形象,有助于缓解东道国对其投资正当性的质疑。另一方面,积极履行社会责任本身构成了企业新的竞争优势,对跨国公司的经营活动具有显著的积极影响。部分研究发现ESG越来越受到投资者的欢迎 (Hazen, 2021),可以拓宽企业的融资渠道以及降低融资成本 (邱牧远和殷红, 2019),尤

其是在遭受外部冲击的背景下，能够显著增强企业抵抗风险的能力（Albuquerque et al., 2019）。此外，企业进行 ESG 活动与企业的盈利能力密切相关，ESG 评级与企业可持续发展绩效之间具有正相关关系（Rajesh & Rajendran, 2020），企业通过披露 ESG 信息也有助于实现企业价值的提升（Qureshi & Siddiqui, 2020）。因此，不管是为了规避风险还是为了寻求更大利益，跨国公司越来越倾向于践行 ESG 理念。比如，2019 年约 90% 标准普尔 500 指数（S&P500）的公司发布了 ESG 报告，而 2011 年发布类似报告的比例仅为 20%；而目前欧盟所有的上市公司都必须发布 ESG 报告。

然而，在跨国公司越来越重视 ESG 的趋势下，东道国企业能否通过推进履行 ESG 进而提高对跨国公司的投资吸引力目前尚无明确定论。正如前文所提到的，已有关于 ESG 影响企业经营表现的相关研究已经较为丰富，研究结论支持 ESG 能够降低企业的融资约束、提高企业的抗风险能力和创新能力、提升企业的价值和绩效等，但关于 ESG 与企业对外投资决策的研究较少，并且这些研究也主要是立足跨国公司的视角，关注跨国公司的 ESG 优势在其对外投资过程中发挥的缓解融资约束以及克服外来者劣势的作用（谢红军和吕雪，2022），鲜有文献关注发展中国家企业的 ESG 优势对国际资本的吸引力。基于此，本文重点探讨东道国企业 ESG 评级对外资吸引力的影响。本文可能的边际贡献包含以下几个方面：第一，本文将 ESG 理念纳入国际生产折衷理论（OLI 理论），既丰富了跨国公司投资理论，也是对 ESG 研究的一个重要补充。虽然已有少数学者从跨国公司的视角出发，关注到 ESG 能够通过形成新的企业竞争优势进而增加跨国公司对外投资的可能性及规模，但鲜有文献从东道国企业的视角出发，关注其 ESG 的发展对跨国公司吸引力的提升作用，本文对探讨跨国公司投资的区域选择具有一定启示意义，同时对东道国构建吸引外资的新型竞争优势提供了新的思路。第二，本文从提升企业价值和生产率这两个渠道，揭示东道国企业践行 ESG 对外资吸引力的提升机制，并对此进行了理论分析和实证检验。第三，本文的研究结论具有一定的政策启示意义。本文证实了东道国企业的 ESG 优势能够提高其被外资并购的可能性，是对发展中国家吸引外资途径的一个有益补充。此外，跨国公司倾向于并购高 ESG 评级的东道国企业，也从一定程度上表明其在东道国承担社会责任的意愿，这对我国吸引高质量外资也有一定的政策借鉴价值。

二、理论分析与假设

1. 企业的 ESG 优势和跨国公司投资的需求

跨国公司迫于母国环境规制等方面的压力会采取不负责任的跨国转移行为（Surroca et al., 2013），而这与东道国对企业需承担社会责任的要求存在矛盾。当前，跨国公司在东道国面临的社会责任挑战愈发严峻，东道国对可持续发展的要求也愈加严格。在此背景下，跨国公司需要将环境、社会和治理因素纳入企业并购决策中，并购高 ESG 评级的东道国企业有助于跨国公司建立不同于以往的竞争优势。一是能够提升跨国公司的合法性。伴随贫富差距、环境污染等问题的不断出现，越来越多

的投资者愿意为可持续发展和负责任的企业进行投资 (Riedl & Smeets, 2017), 消费者也更愿意认可相关企业的产品 (黄苏萍和陈立平, 2013)。因此, 跨国公司如果践行ESG理念, 并对高ESG评级的东道国企业进行并购, 能够向东道国传递履行社会责任的积极信号, 进而有助于转变东道国对跨国公司的刻板印象 (Calhoun, 2002)。由此, 东道国不仅会将跨国公司作为促进自身高质量发展的重要动力, 更会认可其为东道国的其他团体创造福利的贡献。相反, 如果跨国公司并没有履行相关责任, 则其在东道国的信誉和企业形象会受到较大影响, 东道国的投资者和消费者会对该公司产生质疑, 监管机构也会调查甚至处罚跨国公司的违规行为, 从而导致跨国公司的合法性存疑。二是形成新的竞争优势。践行ESG理念的跨国公司能够通过提升绿色创新能力、企业治理水平以及东道国社会参与度而提升公司声誉。并购东道国高ESG评级的企业也能增进跨国公司在东道国社会责任承担方面的经验积累, 有助于跨国公司获取新的绿色技术和管理经验等, 在东道国建立起竞争优势。此外, 高ESG评级的企业还能通过降低信息不对称程度, 提高其对外资并购的吸引力。具体而言, 由于对东道国当地的政治、经济、文化等社会环境, 以及对东道国企业的社会声誉、可持续发展能力、社会责任承担情况等信息缺乏了解, 跨国公司进行并购决策时会产生犹豫。基于信号传递理论, 具有信息优势的一方为了避免处于信息劣势一方的逆向选择, 可以通过向外界传递关于企业经营信息的信号, 以达到减少信息不对称、推动外部利益相关者作出正向市场反应的目的。而东道国企业的ESG信息披露是向跨国公司传递信号的重要方式。一方面, ESG信息披露作为公司传统信息披露方式的补充, 具有传统的信息披露功能。较高的ESG评级能够向外界传递企业良好的财务和经营信息, 也能够对外界传达企业追求长足发展的意愿, 更重要的是高质量的信息披露也是向外界传达企业对于自身经营现状以及可持续发展的信心, 为企业积累声誉, 增强资本市场的信心。另一方面, ESG信息披露向外部投资者传递了更多的企业特质信息, 包括企业力推绿色发展、承担社会责任、提升治理效率等方面的情况, 有助于投资者更加深入地了解企业, 进一步降低信息不对称水平, 进而显著提升跨国公司的并购意愿。因此, 本文提出假说1:

假说1: 东道国企业的ESG优势能够显著提升其被外资并购的可能性。

2. 企业的 ESG 优势、企业价值与外资并购

跨国并购是跨国公司获取价值增值和实现企业战略目标的一条主要途径。并购高价值的企业一方面能够直接提升跨国公司本身的企业价值, 另一方面高价值企业一般具有较好的经营发展现状, 在技术水平、市场占有率、营销渠道等方面具有较好的基础, 有助于实现跨国公司的战略目标, 因此跨国公司更倾向于并购高价值的东道国企业。利益相关者理论指出, 企业的发展和价值实现不仅仅只依靠企业自身和股东, 事实上企业作为“社会生态经济人”, 天然就与政府、金融机构、监管机构、投资者、消费者、环境等利益相关者成为利益共同体, 因此, 企业的价值会在其满足利益相关者的要求和利益中得到提升。而ESG评级作为衡量企业治理水平、履行社会责任的程

度以及参与环境保护的情况等方面的工具,逐渐得到利益相关者的关注和重视,日益成为企业和利益相关者沟通和互动的重要窗口,建立ESG优势也成为企业提升价值的重要方式之一。第一,ESG能够为企业带来良好的社会声誉,而良好的社会声誉是企业的重要无形资产(Weigelt & Camerer, 1988),更是创造商业价值的基础性资源之一。从消费者角度看,ESG评级高的企业意味着其在更大程度上履行了社会责任,由此可以提升消费者对它的信任和满意度,提高消费其产品的意愿;从投资者角度看,良好的ESG评级会提升企业形象,投资者会将此作为企业的重要资产进行价值评估。此外,企业积极履行社会责任也会得到政府的支持,有利于获得较为宽松的政治环境。第二,ESG能提升企业的治理能力,一定程度上解决企业管理层的逆向选择问题。根据竞争战略理论,企业提升ESG绩效的过程也是优化组织结构、提升管理层战略决策和管理能力的过程,能降低代理成本,提高企业治理效率,为企业长期经营的稳健性和价值增长奠定坚实基础。第三,ESG能够降低企业运营成本。ESG从企业的环境责任、社会责任以及公司治理三个方面反映了企业发展的“质量”,是对传统财务信息的有益补充,而更透明的企业信息也更易得到资本市场的认可,有助于提升企业在资本市场的融资表现,降低融资成本、提高融资效率,从而间接提升企业的价值(邱牧远和殷红, 2019)。因此,东道国企业的ESG优势能够通过提升企业的社会声誉和治理能力、降低企业的运营成本等方式,促进企业价值增加,进而提高企业对跨国公司并购的吸引力。因此,本文提出假说2:

假说2: 东道国企业的ESG优势可以通过提高企业价值进而吸引外资并购。

3. 企业的 ESG 优势、生产率与外资并购

已有研究表明跨国公司更容易被东道国那些具有高生产率水平的目标企业所吸引,更倾向于并购具有较高生产率的东道国企业(Blonigen et al., 2014)。而具有ESG优势的企业能够通过促进技术创新和增加研发投入提高企业生产率。具体而言:第一,ESG有助于企业的技术创新,从而提升生产率。ESG是基于可持续发展目标而对企业进行的综合性评估,主要目的之一就是引导企业增强创新能力、推进创新发展。一方面,企业履行环境责任的重要方式就是贯彻绿色发展理念,这就要求企业要将环境成本纳入生产经营成本当中,而加强绿色技术创新是实现绿色发展的重要方式,因此,ESG中的环境表现会倒逼企业进行技术创新,从而提高企业生产率。另一方面,良好的公司治理表现同样有助于技术创新。较好的公司治理水平能够平衡企业各股东、管理层等利益相关者的关系,更好地进行权利分配、决策管理与生产运营,减少利益冲突,提升企业员工的工作效率进而提升生产率。此外,激励机制错位会降低企业的创新水平与资源配置效率,抑制生产率的提升(盛明泉等, 2022)。而良好的公司治理能够通过激励与约束机制缓解委托代理冲突,促使管理层注重创新,加大研发创新投入进而提升生产率。第二,ESG能够化解企业融资约束,增加企业的研发投入,从而提升生产率。研究表明,较低的融资约束能增加企业研发投入(韩剑和严兵, 2013),而企业和资本市场的信息不对称会导致企业融资成本高、融资渠

道窄等问题,如何高质量地向资本市场传递企业的财务和非财务信息成为企业融资的关键。企业的ESG表现能够向外界传递积极信号,缓解企业和资本市场的信息不对称问题,从而降低外部融资成本以便在对有限的资金进行争取时抢占先机(Botosan, 1997)。一方面,具有ESG优势的企业更倾向于披露企业的环保、社会责任等非财务信息,向社会和投资者树立起负责任的企业形象,有效缓解企业的融资约束;另一方面,良好的ESG评级本身就说明企业财务和经营状况良好、未来发展前景理想,通常被认为属于低风险企业,更容易受到资本市场的青睐。因此,本文提出假说3:

假说3:东道国企业ESG优势有助于提高生产率进而吸引外资并购。

本文的上述理论逻辑框架见图1。

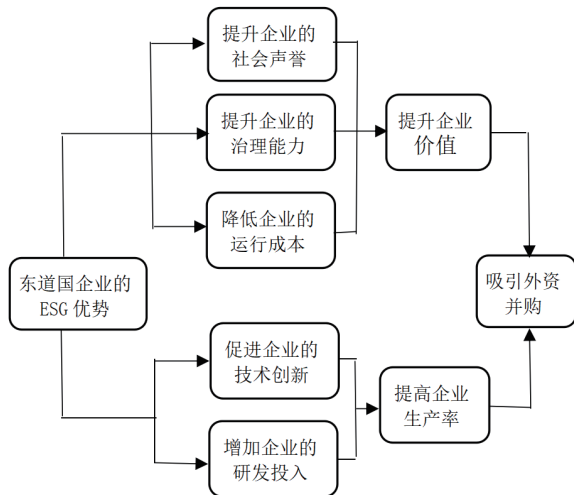


图1 理论逻辑框架

三、数据、模型与描述性统计

1. 数据来源与处理

由于上市公司的ESG数据和外资并购数据的限制,本文采用2009~2021年中国沪深市场A股上市公司为研究样本。上市公司的数据均来自Wind数据库,外资并购的数据来自汤森路透的SDC全球并购数据库。此外,本文采用华证ESG评级数据作为上市公司ESG表现的衡量指标,该指标已得到业界和学术界的广泛认可和应用(Lin et al., 2021)。为保证数据的准确性,本文将金融行业及其他观测值较少的行业、关键变量缺失或者明显不符合会计准则的样本一并剔除。为避免异常值对计量结果的影响,本文对连续变量上下1%的样本进行缩尾处理。

2. 模型设定

为了系统分析ESG对外资并购的影响,本文利用微观数据从跨国公司投资决策的角度展开分析,以企业是否被外资并购作为二值被解释变量(Decision),构建Probit模型讨论ESG优势对吸引外资并购的影响。

$$Pr(Decision = 1|X_{it}) = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \alpha_2 C_{it} + \lambda_{ind} + \lambda_{pro} + \lambda_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中i、t、ind和pro分别代表公司、年份、行业和省份。当企业i在t年被外资并购时,Decision取1,否则取0。 ESG_{it} 代表上市公司i在t年的ESG评级,评级越高,则企业ESG优势越大。华证ESG评级将上市公司的ESG评级分为9档,分别是AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C,参考谢红军和吕雪(2022)及Lin et al. (2021)的做法,本文将其从低到高赋值1至9。为缓解遗漏变量的影响,在参考既

有相关理论与经验研究文献基础上（John et al., 2008；Faccio et al., 2011），在模型中加入了一系列企业层面的控制变量，其中企业规模（*Size*）用企业的总资产衡量，企业年龄（*Age*）用企业成立的年份衡量，利润率（*ROA*）用企业的息税前利润与总资产的比值衡量，资产负债率（*Lev*）用负债与总资产的比值衡量，排名前十股东的股权集中度（*TOP10-HHI*）用前十大股东持股比例之和来衡量，流动性（*LR*）用流动资产与流动负债的比值衡量。此外，本文还控制了行业（ λ_{ind} ）、地区（ λ_{pro} ）以及时间（ λ_{it} ）固定效应。

3. 描述性统计

按照证券代码和企业名称进行合并后，共获得2009~2021年2894家上市公司27835条公司年度数据，包含741家被外资并购企业的1200条非零观测值，表1为全样本主要变量的描述性统计结果，外资并购样本的ESG平均值为4.12，投资决策的平均值为0.043，说明有4.3%的样本存在被外资并购的行为。

表 1 主要变量的描述性统计

变量定义	变量名称	平均值	标准差	最小值	最大值
投资决策	<i>Decision</i>	0.043	0.203	0	1
企业ESG	<i>ESG</i>	4.120	1.066	1	8
企业年龄	<i>Age</i>	2.243	0.848	0	3.466
企业规模	<i>Size</i>	22.293	1.384	13.763	28.636
资本收益率	<i>ROA</i>	0.041	0.166	-9.117	12.211
资产负债率	<i>Lev</i>	0.481	1.246	-0.195	178.345
前10股权集中度	<i>TOP10-HHI</i>	0.463	0.206	0.101	0.985
流动性	<i>LR</i>	0.560	0.210	0.009	1

四、基本结果

1. 基准回归结果

为分析东道国企业的ESG评级对外资并购决策的影响，本文先对式（1）进行基准检验，并通过逐渐增加控制变量以及控制行业、地区、年份固定效应的方式进行检验，以观察结果的稳健性，结果如表2所示。表2列（1）和（2）结果表明，核心变量ESG的估计系数均在1%的水平上显著为正，即外资倾向于并购ESG评级较高的企业。列（3）和

表 2 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>ESG</i>	0.0287*** (0.00150)	0.0316*** (0.00165)	0.0365*** (0.00161)	0.0390*** (0.00174)
<i>Age</i>			-0.0379*** (0.00208)	-0.0417*** (0.0029)
<i>Size</i>			-0.0126*** (0.00105)	-0.0118*** (0.00112)
<i>ROA</i>			0.0441* (0.01856)	0.0493* (0.01888)
<i>Lev</i>			-0.0192 (0.00108)	-0.0162 (0.00109)
<i>TOP10-HHI</i>			-0.0446*** (0.00598)	-0.0501*** (0.00621)
<i>LR</i>			-0.0193*** (0.00559)	-0.0081*** (0.00695)
行业/区域/ 年份固定效应	否	是	否	是
N	27835	27835	27835	27835
R ²	0.0632	0.0851	0.1257	0.1427

注：*、**、***分别表示10%、5%和1%的显著性水平，括号内为标准误。后表同。

(4) 显示, 在控制其他变量因素以及行业、地区和年份固定效应后, *ESG* 的估计系数仍然显著为正, 这表明东道国企业的 *ESG* 优势能够提升跨国公司对其并购的可能性。控制变量的系数显示企业以 *ROA* 度量的绩效越好, 被外资并购的概率越高, 而企业的年限、规模、前十股权集中度等因素均会对外资并购产生制约。假说1得到验证。

2. 内生性问题

由于逆向溢出等原因可能导致模型的内生性问题, 本文尝试构建工具变量进行缓解。本文借鉴谢红军和吕雪 (2022) 的研究, 利用近年来国内兴起的以 *ESG* 为主题的公募基金作为外生事件, 将上市企业中“泛 *ESG*”基金的数量和持有的市值作为企业 *ESG* 评级的工具变量, 结果见表3列 (1)、(2)。考虑到公募基金影响的滞后性, 本文在回归过程中对基金数量和持股市值取滞后一期值, 并对持股市值取对数以缓解异方差问题。列 (1) 显示核心变量系数显著为正, 表明上市公司中“泛 *ESG*”基金的数量和持股市值与企业的 *ESG* 评级存在显著正向关系, 并且通过了过度识别检验和弱工具变量检验。列 (2) 第二阶段的检验结果显示 *ESG* 的系数显著为正。因此, 在采用工具变量控制内生性后, 企业 *ESG* 优势能够增加其被外资并购可能性的结论仍然成立。

表 3 内生性检验结果

	(1)	(2)
	第一阶段: <i>ESG</i>	第二阶段: <i>Decision</i>
<i>ESG</i>		0.5880*** (0.02320)
<i>LFQ</i>	0.0361*** (0.00391)	
<i>L.lnFV</i>	0.0099*** (0.00126)	
Wald[P值]	15.71 (0.000)	
过度识别检验	0.637	
弱工具变量检验	30.56	
控制变量	是	是
行业/区域/ 年份固定效应	是	是
N	24870	24870
R ²	0.1472	

五、机制分析

为进一步探索东道国企业 *ESG* 优势对外资并购的影响机制, 本文引入“企业价值”和“全要素生产率”作为中介变量构造中介效应模型。其中, 企业价值参考郑国坚等 (2014) 的研究采用托宾 *Q* 来衡量, 企业全要素生产率参考鲁晓东和连玉君 (2012) 的研究采用 *OP* 估计方法测算。本文参考温忠麟等 (2022) 的研究, 采用间接检验的依次检验法对影响机制进行检验, 具体分两步: 第一步, 将外资并购决策与东道国企业的 *ESG* 评级进行回归; 第二步, 将中介变量与东道国企业的 *ESG* 评级进行回归。具体检验模型为:

$$Tobin'sQ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \alpha_2 C_{it} + \lambda_{ind} + \lambda_{pro} + \lambda_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Tfp_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \alpha_2 C_{it} + \lambda_{ind} + \lambda_{pro} + \lambda_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中 *Tobin'sQ_{it}* 为衡量企业价值的托宾 *Q*, *Tfp_{it}* 为企业的全要素生产率。

表4为影响机制的检验结果, 其中列 (1) 是式 (1) 的检验结果, 列 (2) 和列

(3) 分别是企业价值效应和生产率效应的检验结果。列(2)显示ESG的估计系数显著为正,表明ESG水平越高,企业的价值越高。列(3)显示ESG的估计系数显著为正,表明ESG优势能够提升企业的全要素生产率。高生产率的企业一般拥有较高的市场占有率、创新水平和管理能力等,外资并购生产率较高的企业能降低其进入东道国市场的难度、实现资源互补以及优化管理水平。因此,ESG能够提高企业生产率,从而增加其被外资并购的可能性。由此假说2和假说3得到验证。

表4 机制检验结果

	(1)	(2)	(3)
	<i>Decision</i>	<i>Tobin's Q</i>	<i>Tfp</i>
<i>ESG</i>	0.0390*** (0.00174)	0.199** (0.19130)	0.0119** (0.00383)
控制变量	是	是	是
行业/区域/ 年份固定效应	是	是	是
N	27835	27835	27835
R ²	0.1450	0.0746	0.8307

六、拓展分析

1. 稳健性检验

前文的研究分析发现,企业的ESG优势能够显著提高其被外资并购的可能性,为保证回归结果的稳健性,本文进行如下稳健性检验:

(1) 更改ESG评级赋值的方式。前文根据华证ESG评级的情况,将ESG评级等级由AAA~CCC分别赋值9~1。为进一步考虑赋值对结果的影响,本文参考谢红军和吕雪(2022)的做法,对ESG评级为A以上的赋值为1,其余为0,结果见表5列(1)、(2);再将ESG评级分为三个阶段,评级为A以上的为3,评级为B以上的为2,评级为C以上的为1,结果见表5列(3)、(4)。列(1)~(4)的结果显示,更改ESG评级的赋值方式并不影响检验结果。

(2) 更换ESG的评级数据。考虑到不同评级数据的影响,这里用2015~2021年商道融绿ESG评级数据替换前文所用的华证ESG评级数据,将C⁻到A⁺分别赋值1~9,结果见表5列(5),其同样表明更换ESG评级数据仍不改变检验结果。

表5 稳健性检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>ESG</i>	0.1316*** (0.01188)	0.1267*** (0.01159)	0.0421*** (0.00439)	0.0540*** (0.00438)	0.0544*** (0.00591)
控制变量	否	是	否	是	是
行业/区域/ 年份固定效应	否	是	否	是	是
N	27835	27835	27835	27835	3083
R ²	0.0446	0.0602	0.0569	0.0717	0.0908

2. 异质性检验

(1) 基于企业所有制类型的异质性分析。为考察不同所有制企业的ESG评级对外资并购吸引的异质性,本文将所有样本分为国有企业和非国有企业,其中将被外资并购前的企业性质作为企业所属的参照。回归结果如表6列(1)、(2)所示,国有企业和非国有企业的ESG优势对其被外资并购的可能性均有显著提升作用,并且根据ESG的边际系数,国有企业的ESG优势对其被外资并购可能性的提升作用高于非国有

企业。对此可能的解释是,在信息不对称的情况下国有企业的政府背景在国际资本市场容易引起投资机构的警惕,而良好的ESG表现能够优化国有企业的管理体制,并且ESG信息披露的功能能够及时将国有企业的相关信息传递给外界,降低其与外资的信息不对称,进而增加其获得外资青睐的机会。因此,相较于非国有企业,国有企业的ESG优势对外资吸引力的提升作用更加明显。

(2) 基于企业所处区域的异质性分析。为考察不同区域企业ESG评级对外资并购吸引的异质性,本文将所有样本分为东部、中部以及西部地区企业。回归结果如表6列(3)~(5)所示,东部、中部以及西部地区企业的ESG优势对其被外资并购的可能性均有显著提升作用,并且根据ESG边际系数,东部地区企业的ESG优势对其被外资并购可能性的提升作用高于中、西部地区企业。对此可能的解释是,相较于中、西部地区,东部地区市场化程度较高,ESG的发展能够更加容易地提高其在资本市场、人才市场的吸引力,并且为获取更多的资源,企业也更加愿意增加在创新、人才以及管理等方面的投入,由此形成良性循环。

表6 分组检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	国有	非国有	东部	中部	西部
ESG	0.0604*** (0.00313)	0.0280*** (0.00198)	0.0490*** (0.00215)	0.0360*** (0.00205)	0.0330*** (0.00203)
控制变量	是	是	是	是	是
行业/区域/年份固定效应	是	是	是	是	是
N	12319	15516	18568	4840	4427
R ²	0.1864	0.1357	0.1438	0.1931	0.1848

(3) 基于企业所处行业污染程度的异质性分析。由于“双碳”目标的提出以及社会各界对环境保护的日益重视,重污染企业面临的环境规制越来越严格,此类企业的发展也越来越多地受到社会各界的关注和监督。为了探究企业ESG表现对外资吸引力的影响是否存在行业污染程度的异质性,本文将所有的样本分为重污染企业 and 非重污染企业子样本,区分标准为环保部2008年发布的《上市公司环境保护核查行业分类管理名录》。表7列(1)、(2)分别为非重污染和重污染企业检验结果,结果显示非重污染企业的ESG表现能够显著提升企业被外资并购的可能性,而重污染企业的提升效应并不显著。对此可能的解释是,相较于非重污染企业,重污染企业会受到更严格的环境规制,必须投入更多的资源在环境保护方面。此外,投资者普遍认为改善环境绩效是重污染企业的应有责任,因此也就降低了对重污染企业践行ESG责任的敏感度(王波和杨茂佳,2022),因此,重污染企业对发展ESG优势缺乏内在动力,ESG也就很难在重污染企业吸引外资中发挥作用。

(4) 基于企业所处区域环境规制强度的异质性分析。本文采用陈诗一和陈登科(2018)的方法衡量环境规制的强度,将地方政府工作报告中与“环保”一词相关词汇出现的词频占报告全文字数的比重作为环境治理的代理变量,^①将各省每一年的环

① 本文使用的与环境相关词汇具体包括:环境保护、环保、污染、能耗、减排、排污、生态、绿色、低碳、空气、化学需氧量、二氧化硫、二氧化碳、PM10 以及 PM2.5等。

境规制强度的中位数作为分组标准，高于中位数的为高环境规制强度地区，其余为低环境规制强度地区。表7列（3）、（4）分别为高环境规制强度和低环境规制强度的检验结果，结果显示高环境规制强度地区企业的ESG优势能够显著提升企业被外资并购的可能性，而低环境规制强度地区企业的提升效应并不显著。其原因可能是，一方面，在环境规制较高的区域，银行等金融机构在提供贷款等金融资源时会充分考虑企业在绿色、环保等方面的表现，因此具有ESG优势的企业能够通过信息披露向外界传递其在可持续发展方面的优势，进而降低融资约束；另一方面，环境规制较高的区域对企业在绿色、环保等方面的要求较高，企业为了更好地在该区域发展，需要在技术升级、改造等方面投入更多的资源，具有ESG优势的企业会更加敏感和更有意愿应对这一要求（徐妍等，2024），从而有内生动力将更多的资源投入到研发创新、技术升级中去。因此，在环境规制强度较高的地区，ESG优势能够降低企业的融资约束、促进企业的研发创新，进而提升企业价值和生产率、增加企业被外资并购的可能性。

表 7 分组检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	非重污染	重污染	高环境规制强度	低环境规制强度
ESG	0.0463*** (0.00231)	0.0334 (0.00453)	0.0458*** (0.00268)	0.0344 (0.00375)
控制变量	是	是	是	是
行业/区域/年份固定效应	是	是	是	是
N	19056	8779	14157	13678
R ²	0.1341	0.1153	0.1259	0.1289

七、结论与启示

本文认为东道国企业发展ESG优势能够显著提升其被外资并购的可能性，并通过考察2009~2021年A股非金融上市公司的表现证实了上述结论。异质性分析表明ESG对跨国并购的提升作用根据企业所有制、所在地区、所处行业污染程度、所在地区环境规制程度等方面的不同存在差异。其中，相较于非国有企业，国有企业的ESG优势对其被外资并购可能性的提升作用更加明显；相比中、西部地区，东部地区企业的ESG优势对其被外资并购可能性的提升作用更加明显；非重污染企业的ESG优势能够显著提升企业被外资并购的可能性，而重污染企业的提升效应并不显著；高环境规制强度地区企业的ESG优势能够显著提升企业被外资并购的可能性，而低环境规制强度地区企业的提升效应并不显著。进一步分析影响机制发现，ESG通过提高企业的价值和生产率来提升其被外资并购的可能性，这也为我国进一步吸引外资促进高质量发展提供了新的参考方向。

我国正处于不断推进高水平对外开放、奋力向可持续发展模式转型的关键阶段，鉴于ESG在引进外资中的重要作用，应加快培育具有ESG优势的企业、推进我国企业ESG评级的整体提升，这既是顺应可持续发展理念的内在要求，也是更大力度吸引和利用外资的重要途径。为此，一要规范与完善ESG信息披露机制设计。政府应推进

ESG信息依法披露制度建设,健全相关的法律法规,统一规范要求、强化国际互认,加快制定相关配套文件和技术规范,强化数据管理和验证程序,确保数据的准确性和完整性,推动企业建立ESG治理机制。二要提高企业践行ESG理念的内生动力。通过金融资源倾斜、税收优惠、财政补贴等政策引导,激励企业践行ESG理念,鼓励其将ESG目标与企业长期发展战略紧密结合以强化自我约束。三要引导政府、行业组织、金融机构、企业、媒体、公众等多元主体参与,营造全社会践行ESG理念的良好生态。

参考文献

- [1] 陈诗一,陈登科.雾霾污染、政府治理与经济高质量发展[J].经济研究,2018(2):20-34.
- [2] 顾金龙,赵映平.跨国公司在华投资企业社会责任的弱化与对策[J].世界经济与政治论坛,2006(5):20-25.
- [3] 韩剑,严兵.中国企业为什么缺乏创造性破坏——基于融资约束的解释[J].南开管理评论,2013(4):124-132.
- [4] 黄苏萍,陈立平.责任形象、企业认同与消费者响应关系的实证研究[J].学海,2013(4):158-163.
- [5] 刘建丽.新中国利用外资70年:历程、效应与主要经验[J].管理世界,2019(11):19-37.
- [6] 鲁晓东,连玉君.中国工业企业全要素生产率估计:1999-2007[J].经济学(季刊),2012(2):541-558.
- [7] 邱牧远,殷红.生态文明建设背景下企业ESG表现与融资成本[J].数量经济技术经济研究,2019(3):108-123.
- [8] 盛明泉,余璐,王文兵.ESG与家族企业全要素生产率[J].财务研究,2022(2):58-67.
- [9] 宋赛虎,李娜.外资准入政策放松与制造业企业创新:以“负面清单”制度为例[J].南方经济,2024(2):40-61.
- [10] 苏丽芳.共富未来:跨国公司在华企业社会责任规制的优化策略[J].财会通讯,2023(16):22-28.
- [11] 王波,杨茂佳.ESG表现对企业价值的影响机制研究——来自我国A股上市公司的经验证据[J].软科学,2022(6):78-84.
- [12] 温忠麟,方杰,谢晋艳.等.国内中介效应的方法学研究[J].心理科学进展,2022(8):1692-1702.
- [13] 吴伦比.全球对外直接投资的动因、影响及对我国对外直接投资发展的思考与建议[J].西南金融,2023(12):17-28.
- [14] 谢红军,吕雪.负责任的国际投资:ESG与中国OFDI[J].经济研究,2022(3):83-99.
- [15] 徐妍,宋怡瑾,沈悦.地方政府环境治理目标约束能否提升企业ESG质量?——基于文本分析法的经验证据[J].中国人口·资源与环境,2024(3):137-150.
- [16] 曾宪奎.高水平对外开放下我国加大利用外资问题探析——兼谈当前的返程投资问题[J].当代经济管理,2023(6):1-8.
- [17] 郑国坚,林东杰,林斌.大股东股权质押、占款与企业价值[J].管理科学学报,2014(9):72-87.
- [18] 诸竹君,黄先海,王毅.外资进入与中国式创新双低困境破解[J].经济研究,2020(5):99-115.
- [19] Albuquerque, R., Y. Koskinen, and C. Zhang, “Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence”, *Management Science*, 2019, 65(10): 4451-4469.
- [20] Blonigen, B. A., L. Fontagné, N. Sly, et al., “Cherries for Sale: The Incidence and Timing of Cross-border M&A”, *Journal of International Economics*, 2014, 94(2): 341-357.
- [21] Botosan, C. A., “Disclosure Level and the Cost of Equity Capital”, *Accounting Review*, 1997, 72: 323-349.
- [22] Bénabou, R., and J. Tirole, “Individual and Corporate Social Responsibility”, *Economica*, 2010, 77(305): 1-19.
- [23] Calhoun, M. A., “Unpacking Liability of Foreignness: Identifying Culturally Driven External and Internal Sources of Liability for the Foreign Subsidiary”, *Journal of International Management*, 2002, 8(3): 301-321.
- [24] Faccio, M., M. T. Marchica, and R. Mura, “Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-taking”, *The Review of Financial Studies*, 2011, 24(11): 3601-3641.
- [25] Fairfax, L. M., “Dynamic Disclosure: An Exposé on the Mythical Divide between Voluntary and Mandatory ESG Disclosure”, *Texas Law Review*, 2022, 101: 273-337.
- [26] Friedman, M., “A Friedman Doctrine: The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits”, *The New York Times Magazine*, 1970, 13(1970): 32-33.
- [27] Hart, O., and L. Zingales, “Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value”, *Journal of Law*, 2017, 2: 247-274.

- [28] Hazen, T. L., “Social Issues in the Spotlight: The Increasing Need to Improve Publicly-held Companies’ CSR and ESG Disclosures” , *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 2021, 23(3): 740–796.
- [29] John, K., L. Litov, and B. Yeung, “Corporate Governance and Risk Taking” , *Journal of Finance*, 2008, 63(4): 1679–1728.
- [30] Lin, Y., X. Fu, and X. Fu, “Varieties in State Capitalism and Corporate Innovation: Evidence from an Emerging Economy” , *Journal of Corporate Finance*, 2021, 67(1):10–19.
- [31] Schanzenbach, M. M., and R. H. Sitkoff, “Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee” , *Stanford Law Review*, 2020, 72: 381–454.
- [32] Qureshi, M. J., and D. A. Siddiqui, “The Effect of Intangible Assets on Financial Performance, Financial Policies, and Market Value of Technology Firms: A Global Comparative Analysis” , *Asian Journal of Finance & Accounting*, 2020, 12(1): 26–57.
- [33] Rajesh, R., and C. Rajendran, “Relating Environmental, Social, and Governance Scores and Sustainability Performances of Firms: An Empirical Analysis” , *Business Strategy and the Environment*, 2020, 29(3): 1247–1267.
- [34] Riedl, A., and P. Smeets, “Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds?” , *The Journal of Finance*, 2017, 72(6): 2505–2550.
- [35] Surroca, J., J. A. Tribo, and S. A. Zahra, “Stakeholder Pressure on MNEs and the Transfer of Socially Irresponsible Practices to Subsidiaries” , *Academy of Management Journal*, 2013, 56(2): 549–572.
- [36] Weigelt, K., and C. E. Camerer, “Reputation and Corporate Strategy: A Review of Recent Theory and Applications” , *Strategic Management Journal*, 1988, 9: 443–454.

【作者简介】冯亚芳：江苏行政学院讲师，经济学博士研究生。研究方向：区域经济、产业经济。

眭强（通信作者）：江苏省社会科学院助理研究员，经济学博士。研究方向：产业经济、跨国公司投资、绿色金融。

Can ESG Responsibility Fulfillment Increase the Likelihood of Enterprises Being Acquired by Foreign Capital?: Based on Empirical Data of Listed Companies

FENG Ya-fang¹ & SUI Qiang²

(1. Jiangsu Administration Institute, Nanjing 210000, China; 2. Jiangsu Provincial Academy of Social Sciences, Nanjing 210000, China)

Abstract: This paper examines the impact and mechanism of ESG (environmental, social and governance) ratings on cross-border M&A, utilizing data from Chinese A-share listed companies during 2009-2021. The findings indicate that superior ESG performance significantly enhances the probability of foreign acquisitions. Specifically, compared to non-state-owned enterprises and central and western regions, the effect is more pronounced in state-owned enterprises and eastern regions. Compared to firms in heavily polluting industries and regions with weak environmental regulations, superior ESG performance significantly increases the likelihood of foreign acquisitions for firms in non-heavily polluting industries and regions with stringent environmental regulations. Mechanism analysis demonstrates that ESG development enhances corporate social reputation and governance capabilities while reducing operational costs, thereby increasing firm value. Additionally, it promotes technological innovation, alleviates financing constraints, and increases R&D investment, leading to improved productivity levels. These improvements in firm value and productivity subsequently increase the probability of foreign acquisitions. This study illuminates the crucial role of host country firms’ ESG development in attracting foreign investment and provides important implications for China’s global communication of sustainable development practices.

Keywords: foreign M&A; ESG; responsibility fulfillment; productivity; enterprise value

（责任编辑：任思雨）